



学校编码：10384

学号：X200411017

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

企业并购中目标企业价值评估研究

The Study of The Evaluation of Target Corporation in M&A

林溪发

指导教师姓名：谢永添 讲师

专 业 名 称：会计硕士(MPAcc)

论文提交时间：2007 年 8 月

论文答辩日期：2007 年 月

学位授予日期： 年 月

答辩委员会主席\_\_\_\_\_

评 阅 人\_\_\_\_\_

2007 年 8 月

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。  
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

## 摘要

随着经济全球化的快速发展，并购成为企业迅速发展、利用世界范围资源，占有世界范围的市场，获取更大经济利益的有利手段。企业并购能否取得成功，最关键的问题之一是合理评估并购中目标企业的价值，因为企业价值评估决定了并购的标的，是并购双方谈判的重点和难点所在。研究企业并购价值评估方法，不断完善价值评估手段，提高价值评估的准确度对并购企业极具价值。

本文尝试系统企业并购的价值评估模式，借鉴国内外学者在企业并购价值评估方面的研究成果，根据定性与定量相结合的原则，并运用逻辑推理与典型案例相结合分析法，对企业并购价值评估特征及其运作方法进行全面系统地研究。本文对并购的发展动因进行了介绍，界定了企业价值概念。讨论了四种传统的价值评估方法：成本法、比较法、现金流量折现法、经济利润法，并分别分析讨论了其各自的适应性和局限性。对期权进行理论综述，介绍了期权的定价模型，并在解释并购具有期权特征的基础上，用实物期权法对并购目标企业价值进行评估分析。对于实物期权进行分类研究，着重对成长期权、放弃期权、规模变动期权、柔性期权、递延期权等在企业并购种目标价值评估中进行运用研究，并使用实际案例，对并购目标企业价值进行测算，对理论加以论证。还针对我国并购中目标企业价值评估中存在的问题进行分析，并提出解决问题的几点建议。以期对我国企业并购工作有一定的借鉴作用，提高并购决策水平，降低风险。

**关键词：**企业并购； 价值评估； 实物期权

厦门大学博硕士论文摘要库

## Abstract

With the development of economic globalization, transactional M&A become an effective way for the enterprises to develop quickly, to grab global resources, to capture the world market, and to attain more economic profits. Whether M&A can be successful or not, the primary question is to reasonably assess the value of target corporations, because the evaluation of the corporation becomes the object of M&A. This becomes the hardest part of the negotiation. Studying on the evaluation methods of transactional M&A, perfecting the means of evaluation, raising the accuracy of evaluation is meaningful.

This article tries to study the evaluation of M&A systematically. Using domestic and international theory and experience of corporation evaluation, the dissertation combines qualitative analysis with quantitative analysis, and uses the combination of logical inference and typical case analysis to study the patterns and the methods of corporation evaluation.

This article introduces the development and the motivation of M&A. The dissertation gives an analysis on four traditional methods corporation evaluation. That is, discounted cash flows, market comparative methods, assets evaluation and EVA. Furthermore, it discusses their respective adaptability and limitation. It also summarizes the theories of option, and introduces the price model of option. And based on the analysis of the option feature of M&A, the author analyzes the evaluation of target corporations with real option method. The article classifies the real option for research, and stresses on the studying of growth option, option to abandon, option to alter operating scale, flexible option, and delay option in the M&A strategy, and analyzes some cases using these theories. The author also analyzes the problems existing in our country in the M&A, and puts forward some suggestions.

Through doing this, the author hopes that it can be helpful to the corporation M&A domestic, and we can raise the level of policy decision of M&A, and lower the risks.

**Key words:** M&A, evaluation, real option

厦门大学博硕士论文摘要库



## 目 录

第一章 引 言	1
一 背景	1
二 意义	2
三 价值评估的文献综述	3
四 研究方法、创新点及结构	7
第二章 并购的发展与动因分析	9
一 企业并购的形式与发展	9
二 并购动因	11
第三章 目标企业价值的传统评估方法	15
一 并购企业价值概念	15
二 并购中目标企业价值传统评估方法	17
三 总结	22
第四章 实物期权法	24
一 期权理论综述	24
二 实物期权综述	27
第五章 基于实物期权的并购目标企业评估及案例分析	33
一 基于成长期权的企业价值评估	33
二 基于放弃期权的企业价值评估	35
三 基于柔性期权的企业价值评估	36
四 基于递延期权的企业价值评估	38
第六章 我国目标企业价值评估中存在的问题及解决的对策	41
一 目标企业价值评估中存在的问题	41
二 目标企业价值评估存在问题的原因	42
三 面对问题所应采取的对策	43
结 论	46
参考文献	48
后 记	50

厦门大学博硕士论文摘要库

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
1 Background.....	1
2 Significance.....	2
3 The overview of the literatures of M&A evaluation theory.....	3
4 Research method,innovations,mainline and framework.....	7
<b>Chapter 2 The development and motive theories of M&amp;A.....</b>	<b>9</b>
1 The concepts and development of M&A.....	9
2 Motive theories of M&A.....	11
<b>Chapter 3 The traditional method regarding to the evaluation of target corporation.....</b>	<b>15</b>
1 The concepts of corporate value in M&A.....	15
2 The traditional method regarding to the evaluation of target corporation in M&A.....	17
3 Brief summary.....	22
<b>Chapter 4 The real option method .....</b>	<b>24</b>
1 The option theory .....	24
2 The real option theory.....	27
<b>Chapter 5 The evaluation based on the real option in M&amp;A and case analysis...33</b>	<b>33</b>
1 The evaluation of corporation based on growth option.....	33
2 The evaluation of corporation based on abandon option.....	35
3 The evaluation of corporation based on flexible option.....	36
4 The evaluation of corporation based on delay option.....	38
<b>Chapter 6 The existing problems in evaluation of target corporation in China and the solutions.....</b>	<b>41</b>
1 The existing problems in evaluation of target corporation.....	41
2 The reasons on the problems mention above.....	42
3 The solutions.....	43
<b>Conclusions.....</b>	<b>46</b>
<b>References.....</b>	<b>48</b>
<b>Acknowledgements.....</b>	<b>50</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 引言

### 一 背景

全球已经经历了五次越来越激烈的并购浪潮，从横向联合、纵向一体化，发展到混合一体化；从强弱合并发展到强强联合；从纯粹的现金支付，发展到股权交换、杠杆收购、金融工具融资等等。尤其是从 20 世纪 90 年代开始，随着全球经济一体化进程的加快和新经济的迅猛崛起，既存的经济格局被打破，并购浪潮呈现出新特点：首先，并购范围广。面对新的经济格局，几乎所有的行业都正面临着并购的洗礼，其中电信、汽车、医药、化工、石油天然气，银行等进入壁垒高、资产专用性强、竞争激烈、管制放松的行业成为并购最集中的行业。同时，随着知识经济的发展，传统产业开始积极向新兴行业进军，以实现企业生产经营的转型，而新兴行业的发展同样需要以传统行业为依托，二者的兼并融合也就成为必然，其次，并购规模巨大。再次，跨国并购发展迅猛。

随着经济全球化的快速发展，并购成为促进社会资本的集中，推动产业结构升级，促使企业迅速发展、利用世界范围资源、占有广阔的市场、获取更大经济利益的有利手段。获得诺贝尔经济学奖的史蒂格尔教授在研究中发现，世界级的 500 家企业全都是通过资产联营、兼并、收购、参股、控股等手段发展起来的，即并购已成为企业超常规发展的重要途径。跨国公司的全球发展战略将导致跨国公司在国际市场的相互竞争日趋激烈。西方跨国公司逐鹿中国市场，既是中国扩大和加深对外开放的必然结果，也是跨国公司自身发展的必然趋势。中国是世界上最大的潜在市场，跨国公司到中国投资的主要目的是开拓和占领更多的中国市场份额。这就不可避免地形成相互之间的激烈竞争。而迅速占领市场最快捷的方式就是实施并购。在全球性并购浪潮的席卷下，面对外资并购在我国的悄然兴起，面临跨国企业的激烈竞争，我国企业赢得竞争主动权、迅速占领市场的方式就是加快实施并购，充分利用市场配备资源的灵活性，实现优胜劣汰，优化产业结构；壮大国内企业实力，形成一批在国际上具有一定地位和竞争力的企业。

纵观历史，并购的成功率并不高，可见并购面临的问题极多、风险极大。导致企业并购失败的原因是多种多样的，战略、文化、财务等原因不一而足，而其

中一个非常关键的因素就是目标企业的价值评估，这是并购行为中最关键的因素，是并购交易的精髓，在很大程度上决定了并购活动的成败。对目标企业的价值评估问题进行深入地研究与探讨对企业并购极具价值。

## 二 意义

我国的并购发展时间比较短，始于 1984 年，但大规模的展开是在 1992 年以后，即我国确立了市场经济的改革方向，产权改革成为企业改革的重要组成部分，企业并购在规模和形式上都有了新的突破。党的十五大已明确提出了对国有企业实施战略性改组，以资本为纽带，通过优势企业并购劣势企业，形成跨地区、跨行业、跨所有制和跨国经营的企业集团，增强企业的国际竞争能力。同时，国有企业要逐步从竞争性行业中退出，对存量资源进行再分配，实现产业结构的转换和升级，因此，企业并购将发挥积极的作用。近年来，随着我国企业并购数量和规模的不断扩大，国内对企业并购的学术研究也成为热点，并取得了不少的研究成果，但与美、英等西方国家相比，这些国家经过 100 余年的并购历程，已经形成了一套与其经济制度、经济发展水平相适应的企业并购理论和模式，而我国无论在理论研究上还是实际操作中，都还有许多问题尚待探索。而且，目标企业的价值评估是企业并购能否成功的关键，是双方讨价还价的依据，理论上只要价格合理，交易总是可以成交的。对并购企业而言，目标企业价值的确定直接影响其决策；对目标企业而言，合理的价值确定能保证其资产不会流失。因此，寻求合理的成交价格对买卖双方都尤为重要。目标企业价值评估在本质上是一种主观判断，但并不是意味着可以随意定价。它是以一定的理论和模型以及专业人员深刻的洞察力和丰富的经验为依据的。因此，对这个并购企业价值问题的研究就显得尤为突出。特别是由于我国客观环境的现实状况以及我国企业所存在的特殊性，从而使我国在企业并购的定价及策略方面呈现出许多新问题。鉴于西方发达资本市场的价值评估理论不完全适用我国企业，所以有必要对此加以研究。应在借鉴西方企业价值评估方法的基础上，形成适合我国国情的价值评估理论与实践体系，促进我国资产评估技术的发展，以促进我国企业并购活动的健康发展。

基于此，本文尝试对这一问题进行更系统、更缜密、更深入地研究与探讨，以对企业并购的顺利进行提供借鉴。

### 三 价值评估的文献综述

#### (一) 价值评估国外的研究现状

企业价值评估在美国等西方发达国家得到了很大的发展,企业价值评估理论的研究已很成熟并被广泛运用于实践中,逐步为各国经济界所接受。在过去的几十年里,西方企业采用的估价思想主要有两种:一种是凭实践经验由专业性中介机构做出的定性粗略估计;另一种则是建立比较完善的理论模型,通过对模型中的各参数进行合理的设定,运用相应的算法来定量地估算企业的价值,其方法主要有:贴现现金流量法、市场比较法、期权法等,这几种企业估价的方法产生于发达资本主义国家高度成熟的市场经济体系中。

1958 年著名理财学家弗朗格·莫迪格莱尼(Franco Modigliani)和默顿·米勒(Merton Miller)发表了他们影响深远的、给理财学研究带来重大变革的学术论文《资本成本、公司理财与投资理论》。该论文对投资决策、融资决策与企业价值之间的相关性进行了深入研究,并提出了著名的 MM 模型。他们第一次把不确定性引入企业价值评估的理论体系中,创立了现代企业价值评估理论,并且第一次对企业价值和企业资本结构的关系作了精辟的论述,解开了企业价值评估历史上的资本结构之谜。他们认为,企业价值的大小主要取决于投资决策,在均衡状态下企业的市场价值等于按其风险程度相适合的贴现率对预期收益进行贴现的资本化价值。

1963 年,马尔基尔(Cf. Malkiel)建立了自由现金流量的评估模型,该模型以资本预算方法作为基础,建立对增长模式的四种假设情况下的评估公式。模型中对使用所作的假设条件和对重要参数的定义方法均来自 MM 模型。

乔尔·斯特恩(Joel Stern)分别于 1974 年和 1977 年用其两篇文章阐明了米勒和莫迪格莱尼的理论是如何为财务计划的分析方法提供基础的,他们的理论被认为是为多数的财务政策提供必要的基本框架。同时,乔尔·斯特恩建立了自己的模型,该模型实际上是对 MM 模型正确评估程序的进一步解释。

1986 年,阿尔弗雷德·拉巴波特(Alfred Rappaport)在其著作《创造股东价值》一书中,提出了一个可以在计算机上使用的价值评估模型。该模型的重要意义在于其论述了如何应用财务模型来制定战略计划和提高股东收益。拉巴波特

在模型分析中确定了五个重要价值驱动因素,这些因素决定了一家企业现金流量的关键收益、成本等变量。

18 世纪,汤姆·科普兰、蒂姆·克勒的著作《价值评估》一书问世,这是迄今为止研究价值理论较为全面、系统的著作,论述了企业价值的多方法评估体系。在该著作中,汤姆·科普兰等人明确提出,企业的价值源于它产生的现金流量和获取基于现金流量的投资回报能力;而公司的并购和重组的成败,在于能否创造新的价值,在于对公司价值的两个价值驱动因素的分析等观点。

纽约大学教授 Aswath Damodaran 详细研究了评估公司价值的现金流量折现方法,他始终使用资本资产定价模型来分析风险与收益之间的关系,并对各种现金流量折现模型的假设、使用范围和实际运用进行了研究。

在新古典经济学派马歇尔的著作《经济学原理》中,他提出了经济利润的概念,即:“(所有者或经营者)按现行利率扣除其资本利息后,所留下的利润可称为其经营或管理的收益。”马歇尔指的是企业在任意期间内所创造的价值,即经济利润,不仅要考虑会计核算中的费用支出,还要考虑经营活动中所用资本的机会成本。在此基础上产生了评估企业价值的经济利润法。在经济利润概念的基础上,Stem Stewart 财务咨询公司提出了用经济增加值 EVA 来评价公司价值,并相应地提出了其使用标准和对会计项目的调整,作为对企业进行价值评估和业绩管理的工具。目前,这一评估与管理体系在国外已得到广泛应用。

1973 年,由费雪·布莱克(Fisher Black)和迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)提出的有关期权定价的模型(B-S 定价模型),该模型一直被认为是应用经济学最成功的模型。通过对该模型的假设条件和现实世界进行对比分析,探讨了模型的精确性和适用性。最后得出的结论是:尽管该模型的假设条件并不能完美描述现实世界,但它还是胜过其它的期权价值评估方法,仍然是交易中不可或缺的分析工具。投资者在实践中更多地是通过交易技巧而不是采用更复杂的扩展模型来克服 B-S 定价模型的各种缺陷。

该模型在定性上为企业价值评估提供了另一种思路,为评估企业潜在的获利机会价值提供了一定的技术保证。

1977 年 Myers 迈尔斯撰文指出,风险项目潜在的投资机会可视为另一种期权形式——实物期权,由此引发了对实物期权理论的深入探讨。期权定价的另一



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库